

氏 名	月岡 靖智		
学 位 の 種 類	博士（経営学）		
学 位 記 番 号	第 5991 号		
学位授与年月日	平成 26 年 3 月 24 日		
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項		
学 位 論 文 名	IPO と MBO における経営者の機会主義的行動と利益調整		
論文審査委員	主 査 教 授 翟 林瑜	副 査 教 授 石川 博行	
	副 査 准教授 高田 輝子		

論 文 内 容 の 要 旨

IPO と MBO は、企業の資本政策の中でも経営者の私的利益に大きくかかわり、経営者が自身の経営する企業に対して外部の投資家よりも詳しい情報を有しており、会計方針および経営活動の決定に関して自由裁量を有している状態にある。

本論文の目的は、IPO と MBO における経営者の機会主義的行動、機会主義的行動と表裏一体の関係にある利益調整の有無、機会主義的行動がイベントの実施およびイベント後の企業パフォーマンスに与える影響を明らかにすることにある。

本論文の意義は、以下の 3 点である。第 1 は、詳細な所有構造を計測し分析した点にある。第 2 に、利益調整方法として会計的裁量行動だけでなく実体的裁量行動についても検証した点にある。第 3 に、株主属性別の保有株式の売却行動と利益調整の関係を検証した点にある。

本論文は 6 つの章から構成されている。序章は、本論文の目的・意義・構成である。第 1 章から第 4 章は以下の内容で、実証分析を行っている。

第 1 章では、バイアスの少ない統計的検定方法を用いて、IPO 後の経營業績と株式収益率が下落することを確認した。多くの先行研究が、バイアスのあることが報告されている市場平均等と比較して IPO 後の経營業績および株式収益率が低下していることを示している。本分析では、バイアスの少ない統計的検定方法を用いて分析を行った。分析の結果、バイアスの少ない統計的検定方法を用いても、IPO 後の経營業績および株式収益率が有意に下落していることを確認した。

第 2 章では、エージェンシー問題の観点から、IPO 前後での所有構造の変化と IPO 後の経營業績の関係を検証している。所有構造に関するデータは取得、整理することが困難であるが、本分析では、詳細な所有構造として経営者だけでなく経営者の家族および資産管理会社を含めた内部者、VC および機関投資家の持ち株比率を測定し、IPO 後の経營業績との関係を検証している。検証の結果、IPO 前後で内部者および VC が持ち株比率を下落させるほど、IPO 後の経營業績の低下が大きくなることを発見した。一方で、機関投資家が持ち株比率を増加させるほど、IPO 後の経營業績の低下が緩和されることを示した。

第 3 章では、利益調整の観点から IPO 前後での利益調整の有無および株主属性別の保有株式の売却行動が利益調整方法の選好に与える影響を検証している。本分析では、利益調整方法として、会計的裁量行動だけでなく実体的裁量行動についても検証を行っている。検証の結果、先行研究と同様に IPO 直前期において利益増加型の会計期裁量行動が行われていることを確認した。加えて、経営者が持ち株比率を減少させるほど、利益増加型の会計的裁量行動が行われていること、VC が持ち株比率を減少させるほど、売上高操作および過剰生産を通じた利益増加型の実体的裁量行動が行われていることを明らかにした。

第 4 章では、利益調整の観点から、MBO に向けた会計的裁量行動および実体的裁量行動を通じた利益減少型の利益調整の有無を検証している。加えて、株価下落タイミングの利用の観点から、MBO 前の株式投資収益率と MBO 実施の関係を検証している。検証の結果、リーマン・ショック前の株式市場が正常に機能していた時期においては、利益減少型の会計的裁量行動が行われていることを確認した。また、リーマン・ショック後のような株価が非常に低い場合においては、株価の低迷といったタイミングを利用して、MBO が実施されている証拠を得た。

終章では、本論文の発見事項および今後の課題について言及している。本論文で得られた実証結果は、経営者や大株主の私的利益に深くかかわる IPO および MBO において、経営者が機会主義的行動を行う傾向にあること示している。今後の研究としては、まず IPO においては、IPO 前後での所有構造の変

化と利益調整が、IPO 後の企業パフォーマンスに与える複合的影響を検証する必要がある。また、他の資本政策である増資、自社株買い等における実体的裁量行動を通じた利益調整、利益調整方法としての分類操作等を含めた研究を行う余地が残されている。

論文審査の結果の要旨

IPO（新規株式公開）と MBO（経営者による企業買収）は経営者の私的利益が最も大きく関わる重要なイベントである。この場合、内部者である経営者は、外部の投資家より多くの情報を持つとともに、意思決定と会計方針の選択に関してかなりの範囲で裁量できるので、自分に有利な行動である機会主義的行動を取る可能性がある。

本論文の目的は、日本の IPO と MBO における経営者の機会主義的行動の有無、機会主義的行動と表裏一体の関係にある利益調整の有無、ならびに機会主義的行動がイベントの実施やイベント後の経営業績に与える影響を明らかにすることにある。

本論文は 6 章から構成されている。論文の目的等をまとめる序章に続く第 1 章では、IPO 企業について IPO 後の経営業績と株式収益率が低下することを確認した。多くの先行研究はバイアスのある市場平均と比較して IPO 後の経営業績と株式収益率が低下していることを示しているが、本章では、バイアスの少ない統計的検定方法を用いて分析を行った。

第 2 章では、エージェンシー理論の観点から、IPO 前後での所有構造の変化と IPO 後の経営業績の関係を検証している。所有構造に関するデータの取得と統計的処理における困難を克服した本章の分析では、詳細な所有構造として経営者だけでなく経営者の家族および資産管理会社を含めた内部者、VC および機関投資家の持ち株比率の変化と IPO 後の経営業績の関係を検証している。検証の結果、IPO 前後で内部者と VC が持ち株比率を低下させるほど、IPO 後の経営業績の低下が大きくなることを確認した。一方で、機関投資家が持ち株比率を増加させるほど、経営業績の低下が緩和されていることを発見した。

第 3 章では、利益調整の観点から IPO 前後での利益調整の有無と株主属性別の保有株式の売却行動が利益調整方法の選好に与える影響を検証している。本章では、利益調整方法として、会計的裁量行動だけでなく実体的裁量行動についても検証を行っている。検証の結果、先行研究と同様に IPO 直前期において利益増加型の会計的裁量行動が行われていることを確認した。加えて、経営者が持ち株比率を減少させるほど利益増加型の会計的裁量行動が行われる可能性や、VC が持ち株比率を減少させるほど売上高操作と過剰生産を通じた利益増加型の実体的裁量行動が行われる可能性が高いことを発見した。

第 4 章では、利益調整の観点からは MBO に向けた会計的裁量行動と実体的裁量行動を通じた利益減少型の利益調整の有無、ならびにタイミングの利用の観点からは MBO 前の株式投資収益率と MBO 実施の関係、を検証している。検証の結果、リーマン・ショック前の株式市場が正常に機能していた時期においては、利益減少型の会計的裁量行動が行われていることを確認した。リーマン・ショック後のような株価が非常に低い時期においては、株価の低迷といったタイミングを利用して、MBO が実施されている証拠を得た。第 4 章に続く終章では、本論文の発見事項と今後の課題について総括している。

本論文の意義としては以下の 3 点が挙げられる。第 1 に、IPO については先行研究で取り上げられなかった詳細な所有構造の影響を分析するために、独自に収集した所有構造データを用いて、IPO 企業の株主属性別の持ち株比率の変化と経営業績や利益調整の関係を検証し、IPO 企業の裁量行動の一端を明らかにした。第 2 に、利益調整方法として会計的裁量行動だけでなく実体的裁量行動についても検証した。第 3 に、バイアスの少ないブートストラップ法等でこの分野の研究にありがちな様々なバイアスを最小限に抑え、より精緻な方法を用いて分析した。

残された研究課題としては以下の 3 点を挙げたい。第 1 に、サンプルサイズが十分に大きくなった時点で、MBO 後の経営業績と企業価値の変化について検証する必要がある。第 2 に、IPO と MBO 以外のイベントである増資や自社株買いについても同様の分析が望まれる。第 3 に、投資家心理と IPO や MBO といったイベント間の因果関係に関する分析も必要である。

以上のような課題は残されているものの、先述した本論文の意義が十分大きいと審査委員会は全員一致で高く評価し、本論文は博士（経営学）の学位を授与するに値するものと認める。